

BOFIT Policy Brief
2023 No. 3

Laura Solanko

Sotavuosi runteli Venäjän
rahoitusmarkkinoita



Suomen Pankki
Suomen Pankin nousevien talouksien
tutkimuslaitos, BOFIT

BOFIT Policy Brief
Päätoimittaja Eeva Kerola

BOFIT Policy Brief 3/2023
22.2.2023

Laura Solanko
Sotavuosi runteli Venäjän rahoitusmarkkinoita

ISSN 2342-205X (online)

Suomen Pankki,
Suomen Pankin nousevien talouksien tutkimuslaitos, BOFIT

PL 160
00101 Helsinki
Puh: 09 1831
bofit@bof.fi

www.bofit.fi

Tässä julkaisussa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin kantaa.

Sisällys

Tiivistelmä	3
1. Ulkomaalaisten erityiskohtelu.....	4
2. Pankkien lainananto on yritysrahoitukselle keskeistä.....	5
2.1 Pankkien antolainaus.....	5
2.2 Pankkien varainhankinta ja tulos	7
3. Pörssikaupan määrä putosi sodan seurauksena	8
3.1 Osakemarkkina.....	8
3.2 Velkakirjamarkkinat.....	9
3.3 Raha- ja valuuttamarkkinat	11
4. Lähivuosien haasteena kasvavat rahoitustarpeet.....	13

Laura Solanko

Sotavuosi runteli Venäjän rahoitusmarkkinoita

Tiivistelmä

Helmikuussa 2022 sodan syttymistä seurasi markkinapaniikki, jonka rauhoittamiseksi Venäjän keskuspankki toimi nopeasti ja voimakkaasti. Ruplan kurssin vapaapudotuksen ja talletuspaon estämiseksi ohjauskorko nostettiin 20 prosenttiin, likviditeetin tarjontaa lisättiin, sääntelyä höllennettiin ja pääomien siirtoa ulkomaille rajoitettiin. Akuutin tilanteen rauhoituttua markkinoita avattiin vähän kerrallaan. Vaikka arvostustasot jäivät alhaisiksi ja osa sijoittajista poistui, kaupankäynti virkosi kesän mittaan ja pankkien kotimainen toiminta jatkui liki normaalisti. Loppuvuoden 2022 aikana markkinat alkoivat sopeutua kohti uutta tasapainoa. Moni asia on kuitenkin muuttunut. Ennen sotaa Venäjän finanssimarkkinat olivat monin tavoin osa kansainvälisiä markkinoita, mutta sodan seurauksena näin ei enää ole. Monet ulkomaiset rahoitustuotteet ja -palvelut eivät enää ole saatavilla, ja merkittävä osa ulkomaisista sijoittajista on poistunut markkinoilta.

Asiasanat: Venäjä, rahoitusmarkkinat, pörssi, velkakirjat, pankkisektori

1. Ulkomaalaisten erityiskohtelu

Keskeisin sotavuoden tuoma muutos on, että venäläisiä ja ulkomaalaisia toimijoita kohdellaan Venäjällä nyt eri säännöin. Heti sodan sytyttyä, maaliskuun alussa (7.3.) Venäjä nimesi kaikki pakotteita asettaneet länsimaat ”epäystävällisiksi maiksi”. Listattujen maiden kansalaisiin ja yrityksiin sovelletaan monella lailla eri sääntöjä kuin kotimaisiin tai ystävällisiin ulkomaalaisiin toimijoihin. Rahoitusmarkkinoita ajatellen näistä keskeisimmät liittyvät valuuttamaksuihin, immateriaalioikeuksiin ja yrityskauppoihin. Presidentin ukaasi valuuttasääntelystä antaa keskuspankille laajat valtuudet säädellä pääomaliikkeitä etenkin epäystävällisiin maihin.¹

Määräysten mukaan venäläiset toimijat saavat hoitaa valuuttamaksut epäystävällisten maiden toimijoille ruplissa keskuspankin ylläpitämille erityisille S-tileille. Näiden varojen käyttö muuhun kuin viranomaismaksuihin Venäjällä on hyvin rajoitettua. Lisäksi epäystävällisten maiden yritysten aineettoman omaisuuden käytöstä ei tarvitse maksaa normaaleja korvauksia, ja monet yrityskaupat epäystävällisten maiden kanssa vaativat viranomaisten hyväksynnän. Näillä määräyksillä on pyritty sekä tukemaan kotimaisia yrityksiä, vahingoittamaan länsiyrityksiä, että hidastamaan yritysten vetäytymistä Venäjän markkinoilta. Epäystävällisten maiden listaa on laajennettu ja sille kuuluu vuoden 2022 lopussa 22 valtiota sekä kaikki EU:n jäsenmaat. Vaikuttaa todennäköiseltä, että epäystävällisten maiden yritysten erityiskohtelu tulee jatkumaan pitkään. Ukaasi valuuttasääntelystä on voimassa ainakin vuoden 2023 loppuun saakka. Tämä on luonnollisesti avannut tilaa uusille toimijoille ja välikäsille.

Vastaavasti venäläisten toimijoiden pääsy länsimaisille markkinoille on pakotteiden takia muuttunut hyvin vaikeaksi. Rahoitusmarkkinapakotteiden takia sekä Venäjän viranomaisten (etenkin keskuspankki ja finanssiministeriö) että suurimpien venäläisten pankkien operaatiot länsivaluutoissa ovat käytännössä mahdottomia. Suurista liikepankeista vain kaasujätti Gazpromin omistama Gazprombank on jäänyt länsimaiden asettamien pakotteiden ulkopuolelle. Mutta tammikuun 2023 lopulla sekin joutui luopumaan dollarimaksuista kahden yhdysvaltalaispankin irtisanottua kirjeenvaihtotilien sopimukset. Tilanne on lisännyt erityisesti Kiinan juanin kysyntää Moskovan valuuttamarkkinoilla ja ruplan käyttöä maksuvaluuttana.

Koska liki kaikki kansainvälisesti toimivat pankit joutuvat olemaan äärimmäisen varovaisia kaikissa Venäjään liittyvissä toimeksiannoissa, ulkomaisten maksujen välityksestä on tullut vaivalloista ja epävarmaa. Pakotteiden takia myöskään venäläisten pankkien myöntämät länsimaiden luottokorttiyhtiöiden maksukortit (Visa ja Mastercard) eivät toimi. Maksamisen vaikeus on entisestään voimistanut valuuttatalletusten siirtymistä ulkomaisten (ystävällisten maiden) pankkien tileille. Tämä näkyy mm. Armenian, Georgian ja Turkin pankkisektorin talletuskannassa. On kuitenkin hyvä muistaa, että Venäjällä toimii yhä muutama länsimainen pankki sekä satoja pienempiä kotimaisia pankkeja, joiden toimintaan ei kohdistu mitään erityisiä rajoituksia kansainvälisillä markkinoilla. Maksuliikenne dollareissa ja euroissa kulkeekin nyt hieman eri reittejä kuin ennen sotaa.

Venäjän ulkomainen velka oli vuoden 2022 alussa noin 467 mrd. dollaria, mistä 46 % oli dollarimääräistä, 21 % euromääräistä ja 27 % ruplamääräistä². Vaikka maksuhaluja olisi, valuuttamääräisten velkojen hoito on pakotteiden takia osalle liikkeellelaskijoista mahdotonta tai hyvin vaikeaa. Tilanteen selkeyttämiseksi liikkeellelaskijat velvoitettiin maksamaan kuponkimaksut ja lainojen lyhennykset venäläisille sijoittajille rajoituksista huolimatta. Tätä varten sallittiin sekä

¹ Указ Президента Российской Федерации от 18 марта 2022 г. № 126 "О дополнительных временных мерах экономического характера по обеспечению финансовой стабильности Российской Федерации в сфере валютного регулирования"

² Venäjän keskuspankki: http://cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/debt/debt_currency-compos.xlsx

valuuttamääräisten velkapapereiden maksut ruplissa venäläisille tileille että velkakirjojen muuttaminen kokonaan ruplapohjaisiksi ”korvikebondeiksi”. Epäystävällisen maan sijoittajalle muutokset tarkoittavat uusia haasteita tuottojen kotiuttamisessa.

Seuraavissa kappaleissa tarkastellaan hieman tarkemmin muutamia rahoituksen välittymisen kannalta keskeisiä markkinoita ja instituutioita sotavuonna 2022. Tilastojen saatavuus valitettavasti rajoittaa analyysiä.

2. Pankkien lainananto on yritysrahoitukselle keskeistä

Venäjän pankkisektoria hallitsevat valtion suoraan tai välillisesti omistamat liikepankit, eikä ole mitään syytä olettaa valtion päästävän yhtään systeemisesti tärkeää pankkia kaatumaan hallitsemattomasti. Rahoitusmarkkina on pankkikeskeinen, ja yritysten rahoitukselle suorat pankkilainat ovat paljon arvopaperimarkkinoita tärkeämpi lähde. Pankkisektorin mahdollisimman häiriötön toiminta on erityisesti sotavuonna 2022 ollut valtiovallan erityisessä suojeluksessa.

Kotimainen maksuliikenne siirtyi kansainvälisestä SWIFT-viestijärjestelmästä suurelta osin keskuspankin omistaman SPFS-järjestelmän piiriin jo ennen sotaa, ja vuoden 2022 aikana SPFS:n toiminta on laajentunut ja muuttunut ympärivuorokautiseksi. Venäläinen vaihtoehto länsimaisille maksukorteille otettiin laajaan käyttöön viimeistään vuonna 2018, jolloin sosiaalietuuksia ja valtion maksamia palkkoja alettiin maksaa vain Mir-korttiin liitetyille pankkitileille. Länsimaisten mobiilimaksuratkaisujen poistuminen markkinoilta on pakottanut pankit tarjoamaan keskuspankin omistaman pikamaksupalveluun (SBP) perustuvia ratkaisuja. Vaikka kotimaassa maksuliikenne toimii, länsimaisten asettamat pakotteet ja monien länsimaisten pankkien haluttomuus hoitaa rahaliikennettä venäläisten vastapuolien kanssa vaikeuttavat jatkuvasti ulkomaista maksuliikennettä. Venäjä on houkuttellut ystävällisten maiden pankkeja liittymään Mir-järjestelmään, mutta toistaiseksi kiinnostus on ollut melko vähäistä.

2.1 Pankkien antolainaus

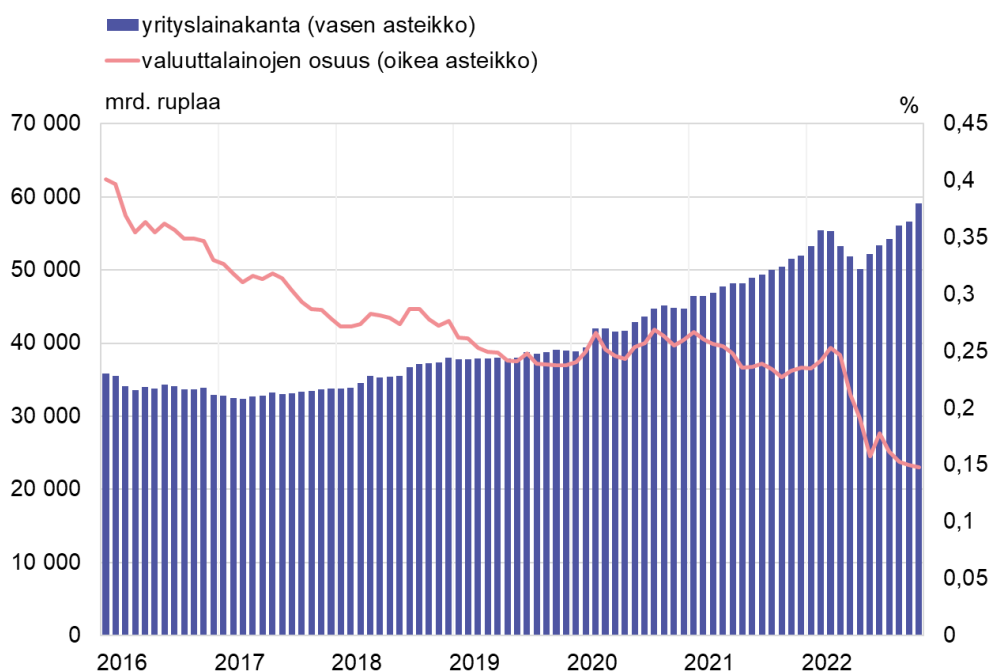
Suoraan eräisiin pankkeihin kohdistuvat länsimaisten asettamat rajoitukset ja varojen jäädytykset sekä monien länsimaisten pankkien haluttomuus hoitaa rahaliikennettä venäläisten vastapuolien kanssa ovat vaikeuttaneet ulkomaista maksuliikennettä. Pankkien kotimainen toiminta sen sijaan jatkui maaliskuun äkkipysähdyksen jälkeen liki normaalisti.

Pankkien yritysainakanta supistui maaliskuu-kesäkuussa hieman, mutta vuoden 2022 jälkipuoliskolla uusia lainoja nostettiin vauhdikkaasti. Lainakannan kasvu oli erityisen nopeaa elokuukuussa. Lainakannan kasvua vauhdittivat erityisesti monet valtion takaamat tai korkotukemat ohjelmat, kuten systeemisesti tärkeille yrityksille ja pk-yrityksille suunnatut tukiohjelmat, asuntorakentamisen projektirahoitus, ja valuuttalainojen muuttaminen ruplapohjaisiksi. Vuoden aikana valuuttalainojen osuus kannasta supistuikin 15 prosenttiin. Vuoden 2022 lopussa yritysainakanta oli noin 14 % suurempi kuin vuotta aiemmin. Pankkirahoituksen merkitystä kuvaa, että lainakanta oli yli kuusi kertaa suurempi kuin yritysten liikkeelle laskemien velkapapereiden kanta.

Kotitalouksien lainakanta kasvoi asuntoluototuksen vetämänä. Asuntoluototuksen kasvu taas johtuu hyvin anteliaasta valtion korkotukiohjelmasta. Uuden asunnon ostoon tarkoitettujen asuntolainojen saa kiinteällä 7 % prosentin korolla, mikä lisäksi joillekin erityisryhmille (mm. lapsiperheet, rintamalla lähetetyt, IT-ammattilaiset) on tarjolla erityishelpotuksia. Kotitalouksille myönnettyjen kulutusluottojen kanta supistui keväällä ja kasvoi aavistuksen loppuvuonna.

Pankkien luottotappiot eivät juurikaan kasvaneet vuonna 2022 ja ongelmaluottojen osuus kannasta itse asiassa supistui aavistuksen. Osittain tämä selittyy sillä, että noin 20 % yrityslainakannasta uudelleen järjesteltiin maaliskuun ja joulukuun välisenä aikana³. Keskuspankin mukaan valtaosa järjestelyistä koski vaihtuvakorkoisia lainoja, joiden korkokulut nousivat tilapäisesti. Korkotason lasku on arvatenkin parantanut näiden lainojen maksunäkymiä. Hyökkäyssodan alkamisen jälkeen moni venäläinen yritys on joutunut muuttamaan liiketoimintasuunnitelmiaan, ja osalle pakotteet aiheuttavat suuria ongelmia. Merkittäviä luottotappiota pakotteista tuskin tulee, sillä niiden kohteeksi joutuneiden yritysten todennäköisyys saada valtion tukea on suuri. Lisäksi pankeille on annettu 10 vuotta aikaa kirjata pakotteiden kohteeksi joutuneiden yritysten mahdollisia luottotappiota taseeseensa.

Kuvio 1. Valuuttalainojen osuus yrityslainakannasta on supistunut nopeasti.



Lähteet: Venäjän keskuspankki, CEIC, BOFIT.

Taulukko 1.

	1/2022	2/2022	3/2022	4/2022	5/2022	6/2022	7/2022	8/2022	9/2022	10/2022	11/2022	12/2022
Keskuspankin avainkorko, %	8,5	20	20	17	11	9,5	8	8	7,5	7,5	7,5	7,5
Pankkien välinen yön yli-korko (Ruonia), %	8,3	20,0	19,3	16,6	10,8	9,0	8,1	8,0	7,9	7,5	7,2	7,4
Yli 1v mittaisen yrityslainan keskikorko %	9,8	10,5	13,2	12,9	12,0	9,7	9,8	8,5	8,8	9,1	8,6	

Lähteet: Venäjän keskuspankki, CEIC, BOFIT.

³ Ajanjaksolla 19.2.–31.12. järjesteltiin liki 10 000 mrd. verran yrityslainoja, lainakanta oli vuoden lopussa 59 000 mrd. Kotitalouksille myönnettyistä lainoista järjesteltiin noin 520 mrd. ruplaa, eli noin 20 % lainakannasta. Venäjän keskuspankki: Katsaus lainajärjestelyihin 1.2.2023.: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43706/drknb_27_2023.pdf

2.2 Pankkien varainhankinta ja tulos

Pankkien varainhankinnassa yleisön talletukset ovat keskeisessä asemassa, sillä ne kattavat noin kaksi kolmasosaa koko pankkisektorin taseesta. Vuoden lopussa julkisen sektorin varat (3,3 %) ja lainat keskuspankilta (6,3 %) kattoivat yhteensä liki 10 % koko pankkisektorin taseesta. Vuoden 2022 aikana pankkien talletuskanta kasvoi 13 % erityisesti yritysasiakkaiden varojen kasvun vetämänä. Kotitalouksien varat sen sijaan kasvoivat vuoden aikana vain 6 %. Kotitalouksien varojen vuosikasvun selittää joulukuussa maksetut huomattavan suuret etuudet. Tammi-marraskuussa kotitalouksien varat pankkisektorilla supistuivat 4 %. Yksityisasiakkaat siirsivät varojaan pois pankeista helmi-maaliskuun kriisitunnelmissa ja uudestaan syyskuun lopussa mobilisaation alettua. Erityisen voimakkaasti vähenivät valuuttatalletukset, joita sekä muutettiin käteiseksi että siirrettiin ulkomaisille pankkitileille. On luultavaa, että talletuspako osui hyvin eri lailla eri pankkeihin, eikä koko sektorin keskiarvo tästä syystä välttämättä kuvaa tilannetta kovin hyvin. Mutta koska pankkikohtaisia tietoja ei viime vuodelta ole saatavilla, tarkempaan tarkasteluun ei ole mahdollisuuksia. Vuonna 2022 pankkisektorin tase kasvoi 12 % edellisvuoteen verrattuna, eli aavistuksen talletuskantaa hitaammin. ⁴Alkuvuoden markkinapaniikki, ruplan kurssin romahdus ja korkeat korot aiheuttivat varmasti suuria vaikeuksia monille pankeille. Toisaalta vakavaraisuussääntöjen väliaikainen höllentäminen ja keskuspankin likviditeettituki auttoivat pahimman yli. Keskimäärin pankkien taseet olivat ennen sotaa hyvässä kunnossa, ja keskuspankin mukaan sektorin kyky kantaa kohtuullisia määriä luottotappiota on hyvä. Lisäksi luottotappiovaraukset ovat korkealla tasolla ja monilla lainoilla lienee valtion takaus. Vuoden loppupuoliskolla myönnettyt uudet luotot pohjautuvat arvatenkin jo uuden todellisuuden mukaisiin suunnitelmiin. Osa vanhoista, aiempina vuosina myönnetyistä lainoista voi toki muuttua ongelmallisiksi lähivuosina. Toisaalta yrityslainakannasta noin puolet on alle vuoden mittaisia luottoja⁵, joten keskimäärin pankeilla lienee hyvä käsitys asiakkaitensa maksukyvyistä.

Länsimaiden pakotteiden kohteeksi joutuneet pankit ovat käytännössä menettäneet omaisuutensa lännessä, mutta kansainvälinen toiminta ei ollut minkään pankin pääasiallinen liiketoiminta-alue. Tappioita voidaan sulatella useita vuosia samalla kun kotimainen toiminta jatkuu liki normaalisti. Pankkien ulkomainen lainanotto on pakotteiden takia loppunut ja vanhoja luottoja on osin maksettu takaisin.

Pankkien taloudellisen aseman arviointi on vaikeaa, sillä pakotteiden pelossa tilinpäätöstietoja ei viime vuonna julkaistu. Keskuspankin pankkivalvontaosaston johtajan Aleksander Danilovin mukaan vuoden 2023 ensimmäisestä neljänneksestä alkaen venäläisen kirjanpitostandardin mukaisia osavuositarkastuksia tullaan taas julkaisemaan. Näissä kuitenkin sallitaan poikkeuksia, jos niin katsotaan pakotteiden välttämiseksi olevan tarpeen. Kansainvälisen käytännön (IFRS) mukaisia tilinpäätöksiä ei jatkossakaan tarvitse laatia tai julkaista.

⁴ Venäjän keskuspankki, pankkisektorin vuosikatsaus, 1.1.2023 tilanne verrattuna tammikuun alkuun vuonna 2022.

⁵ Venäjän keskuspankki: [Прцентные ставки и структура оборота по кредитам, предоставленным в рублях | Банк России \(cbr.ru\)](https://www.cbr.ru/ru/press-releases/2023/01/11/)

3. Pörssikaupan määrä putosi sodan seurauksena

3.1 Osakemarkkina

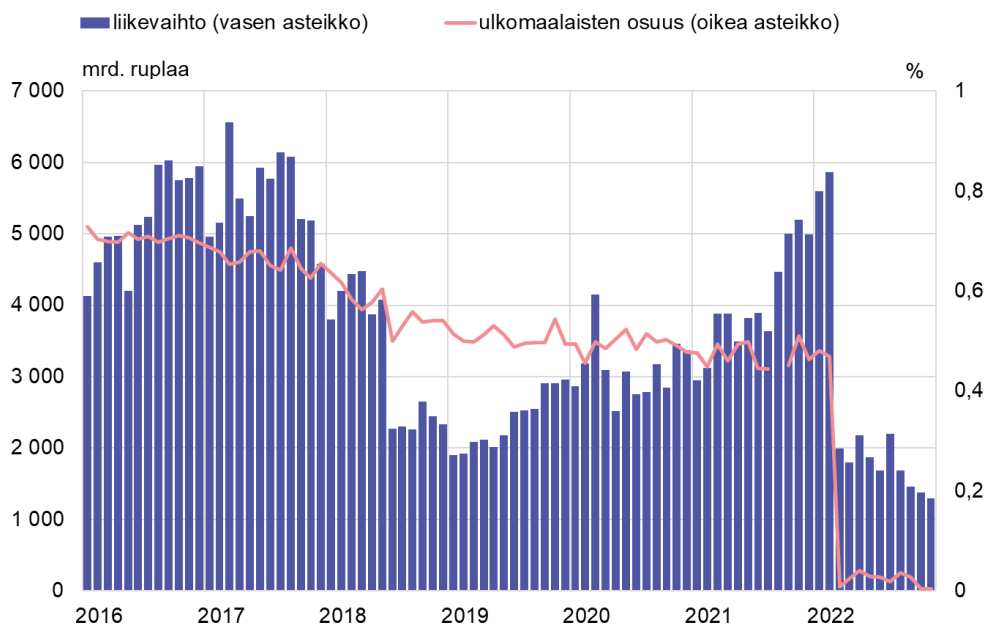
Osakemarkkinoiden rooli Venäjän taloudessa on rajallinen. Vaikka valtaosa maan suurimmista yrityksistä on pörssilistattuja osakeyhtiöitä, vapaan kaupankäynnin piirissä on vain murto-osa osakekannasta. Suurillakin yrityksillä on usein yksi merkittävä omistaja: valtio, valtionyhtiö tai merkittävä yksityishenkilö. Yhtenä talouskehityksen ilmapuntarina osakemarkkina on kuitenkin mielenkiintoinen seurattava.

Kaupankäynti keskittyy Moskovan arvopaperipörssiin. Koska suuria institutionaalisia sijoittajia kuten eläkerahastoja ei Venäjällä oikein ole, on ulkomaisten sijoittajien osuus kaupankäynnistä ollut huomattava. Ennen sotaa osuus oli noin puolet, toinen puoli koostui lähinnä kotimaisista yksityishenkilöistä. Hyökkäyssodan synnyttämä markkinapaniikki romahdutti pörssin markkina-arvon välittömästi. Sodan ensimmäisenä päivänä RTS-indeksi supistui liki 40 %. Pörssin alamäki jatkui syksyyn saakka, marras-joulukuussa arvostustasot toipuivat aavistuksen. Vuoden lopussa dollaripohjainen RTS indeksi oli noin 30 % ja ruplapohjainen MOEX noin 40 % alhaisemmalla tasolla kuin vuoden 2022 alussa.

Osin pörssin alamäki heijastelee yleistä talouden supistumista ja vuoden 2022 epävarmoja näkymiä. Näiltä osin talouskehityksen tasaantuminen vuonna 2023 voi nostaa arvostustasoja jonkin verran. Paluuta vanhaan ei kuitenkaan ole, sillä länsimaiset sijoittajat ja erityisesti suuret institutionaaliset sijoittajat puuttuvat. Länsimaiden pakotteet estävät uudet sijoitukset markkinoille. Samalla Venäjän omat määräykset estävät epäystävällisten maiden sijoittajia myymästä omistuksiaan ja tekevät myyntitulojen kotiuttamisesta hyvin vaikeaa. Koska ulkomaisten sijoittajien osakkeet on käytännössä jäädytetty, vapaan kaupankäynnin piirissä olevien osakkeiden määrä (free float) on supistunut entisestään. Kun ulkomaiset sijoittajat ovat käytännössä kaikonneet Moskovan pörssistä, on piensijoittajien osuus kaupankäynnissä tuplaantunut noin 80 prosenttiin. Myös monet markkinoita ja suuria venäläisiä yrityksiä seuranneet investointipankit ja analyytikot ovat lopettaneet toimintansa, minkä lisäksi pakotteiden pelossa yritysten tilinpäätöstietoja julkaistaan aiempaa niukemmin. Tämä tarkoittaa, että Venäjän osakemarkkina on jatkossa volatiilimpi ja kaupankäynnin volyyymi on pienempää.

Sodan ja pakotteiden seurauksena myös kaupankäynti venäläisillä osakkeilla länsimaisissa pörsseissä loppui. Monille venäläisille yrityksille ja yksityishenkilöille länsimarkkinat ovat kiinni hyvän aikaa. Siksi uusia ulkomaisia sijoituskohteita katsellaan mm Aasian ja Lähi-idän maiden markkinoilla.

Kuvio 2. Sodan seurauksena ulkomaisten sijoittajien kaupankäynti loppui ja Moskovan osakepörssin liikevaihto puolittui.



Lähteet: CEIC, MICEX, BOFIT.

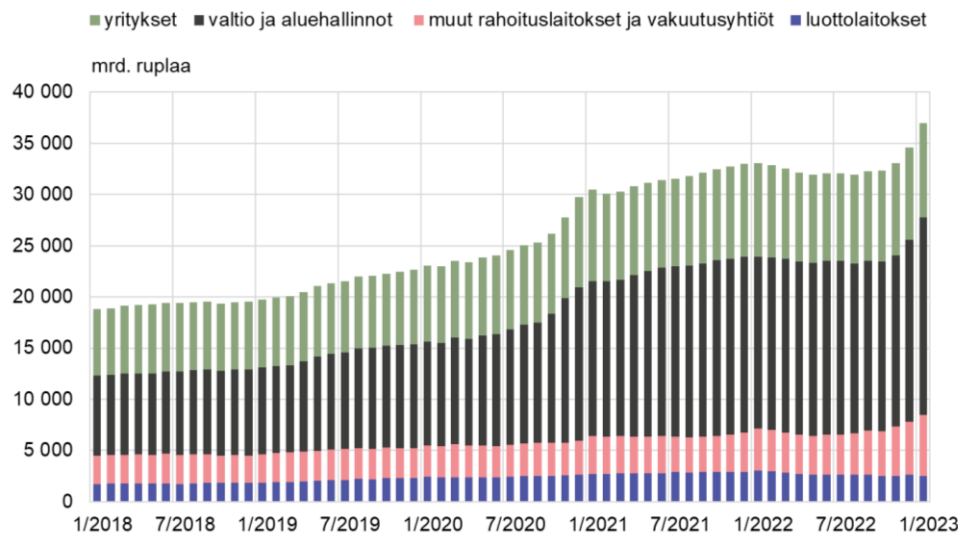
3.2 Velkakirjamarkkinat

Valtion velanoton kasvu etenkin pandemiavuonna 2020 kasvatti julkisen sektorin velkakirjojen osuuden Venäjällä liikkeelle lasketusta velkakirjojen kannasta noin puoleen. Vuoden 2022 alussa osuus oli tasan 50 %, toinen puoli jakaantuu liki tasan finanssialan yritysten ja muiden yritysten velkakirjojen kesken. Sodan syttymistä seurannut markkinapaniikki, ulkomaalasiin kohdistuvat rajoitukset ja koron nosto luonnollisesti pysäyttivät myös uusien velkakirjojen liikkeellelaskut. Kesän aikana markkinat alkoivat tasaantua, ja loppuvuonna markkinoilta haettiin jo uuttakin rahoitusta.

Uusia valtion ruplamääräisiä velkakirjoja (OFZ) laskettiin liikkeelle loka-marras- ja joulukuussa yhteensä 3143 mrd. ruplan edestä. Velkakirjojen keskimääräinen juoksu-aika oli 10 vuotta ja korko noin 10,5 %. Sekä marraskuussa että joulukuussa laskettiin liikkeelle myös poikkeuksellisen suuria, yli 800 mrd. ruplan valtion velkakirjoja. Muiden sijoituskohteiden puuttuessa valtion velkakirjat ovat menneet hyvin kaupaksi. Ostajina on ollut liki yksinomaan venäläisiä liikepankkeja⁶. Koska valtaosa kansainvälisistä markkinoista on sulkeutunut, kysyntää kotimaisille sijoituskohteille on jatkossakin. Sen sijaan ulkomaisia sijoittajia markkinalla ei juuri ole. Epäystävällisten maiden sijoittajille markkina on tehty vaikeaksi ja suurten kehittyvien maiden sijoittajille Venäjä tuskin tarjoaa houkuttelevaa riskin ja tuoton suhdetta. Ulkomaisten sijoittajien kaikkoaminen vaikuttaa erityisesti pitkien velkakirjojen tuottovaatimukseen, kotimaisten pankkien ja yksityishenkilöiden sijoitushorisontti on tyypillisesti lyhempi kuin ulkomaalaisten institutionaalisten sijoittajien.

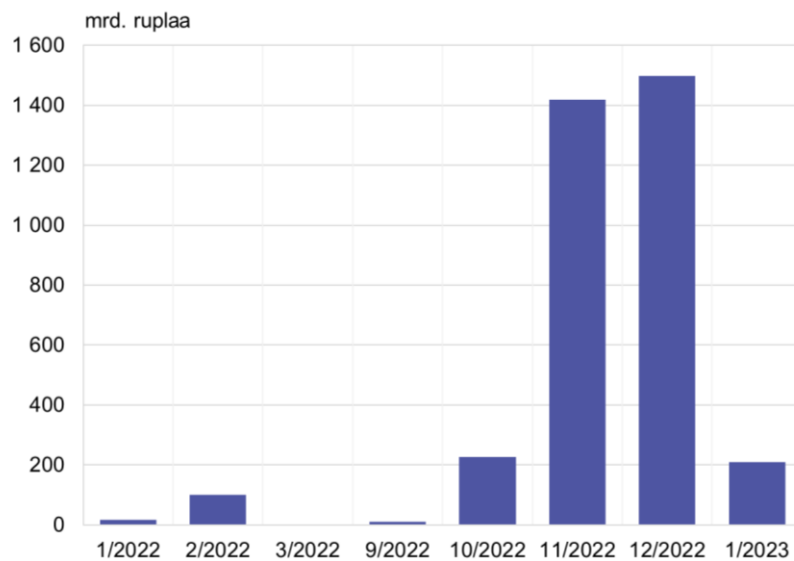
⁶ Pankkien taseissa oleva valtion velkakirjojen määrä kasvoi vuoden aikana noin 2300 mrd. ruplaa.

Kuvio 3. Valtion velanotto kasvatti Venäjällä liikkeelle laskettujen joukkovelkakirjalainojen kantaa vuoden 2022 lopulla.



Lähteet: Venäjän keskuspankki, BOFIT. Huom. kaupankäynti oli keskeytetty 26.2.-27.3.2022

Kuvio 4. Marras- ja joulukuussa Venäjän valtio laski liikkeelle ennätysellisen suuria määriä velkakirjoja.



Lähteet: Venäjän finanssiministeriö, BOFIT. Maalis-elokuussa 2022 ei laskettu liikkeelle valtion velkakirjoja.

Liki kaikki yritysten kotimaiset velkakirjat ovat ruplamääräisiä, valuuttamääräisten velkakirjojen osuus on selvästi alle 10 %. Länsimaiden pakotteiden takia kiinnostus ystävällisten maiden valuuttoihin ja etenkin juanmääräisiin sijoituskohteisiin on kasvanut, ja vuoden 2022 aikana raportoitiin muutamista suurista juanmääräisistä liikkeellelaskuista. Näistä 13 on kaupankäynnin kohteena Moskovan pörssissä⁷. Suurimmista liikkeellelaskijoista etenkin alumiinijätti Rusal oli kokeillut juanmääräisiä velkakirjoja jo aikaisemmin.

⁷ Kommersant: [Инструменты с китайской спецификой – Финансы – Коммерсантъ \(kommersant.ru\)](https://www.kommersant.ru)

Ennen sotaa sekä valtio että yritykset laskivat liikkeelle myös kansainvälisille markkinoille suunnattuja velkakirjoja, pääosin dollari- ja euromääräisiä eurobondeja. Valtion eurobondeista noin puolet oli kotimaisten sijoittajien hallussa. Venäjän valtio on kesäkuun 2022 lopulta lähtien ollut teknisesti maksukyvytön, sillä se ei pakotteiden vuoksi pystynyt huolehtimaan 100 milj. dollarin kuponkimaksuista ajallaan. Sittemmin valtio on maksanut kuponkimaksut ruplissa.

Kesällä hyväksytty uusi lainsäädäntö velvoittaa myös yritykset maksamaan kuponkimaksut ja lainojen lyhennykset venäläisille sijoittajille pakotteista huolimatta. Tätä varten sallittiin sekä valuuttamääräisten velkapapereiden maksut ruplissa venäläisille tileille että velkakirjojen muuttaminen kokonaan ruplapohjaisiksi (замещающие облигации, replacement bonds)⁸. Hyvää yleiskuvaa siitä, mikä osa sijoittajista on hyväksynyt maksut ruplissa ei valitettavasti ole. Vuoden 2022 loppupuolella esimerkiksi Gazpromin eurobondeja muutettiin ”korvikebondeiksi” tai ”vaihtobondeiksi”, joiden ehdot ovat muutoin alkuperäiset, mutta maksut suoritetaan Venäjän keskuspankin virallisen kurssin mukaan ruplatileille. Näillä uusilla korvikkeilla käydään arvopaperikauppaa Moskovan pörssissä tavalliseen tapaan ja ne voivat tarjota venäläiselle sijoittajalle korvikkeen valuuttasijoitukselle.

3.3 Raha- ja valuuttamarkkinat

Ennen sotaa Moskovan pörssin rahamarkkinan vaihdosta noin 80 % oli ruplissa ja 20 % valuutassa. Länsimaiden pakotteiden ja Venäjän asettamien valuutan maastavientiä koskevien rajoitusten seurauksena kaupankäynnin volyyymi supistui ja ruplakaupan osuus nousi noin 95 prosenttiin.⁹ Pankkien väliset yön yli -korot ovat seuranneet melko tiiviisti keskuspankin avainkorkoa, ja ohjauksen nosto 20 prosenttiin nosti RUONIA-koron 21 prosenttiin maaliskuun 2022 alussa. Keskuspankin mittava likviditeettituki ja avainkoron laskut toivat korkotason vuoden lopulla jo sotaa edeltäneen tason alapuolelle. Markkinoiden toimintaa ajatellen oleellista oli, että Venäjä oli vuoden 2014 jälkeen rakentanut oman, SWIFTistä riippumattoman maksujärjestelmän kotimaisten maksujen välitykseen. Lisäksi maksujärjestelmään oli liittynyt muutaman ystävällisen maan rahoituslaitos, mikä helpotti ulkomaisten maksujen välitystä. Samoin Moskovan pörssin toiminta perustui pitkälti kotimaisiin ratkaisuihin.

Sota seurauksineen heijastuu erityisesti valuuttamarkkinoilla. Moskovan pörssin valuuttamarkkinoiden volyyymi oli huhti-joulukuussa yli 30 % pienempää kuin vuotta aiemmin, vaikka vientitulot kasvoivat ennätyslukemiin. Ilmankin valuuttaliikkeiden säännöstelyä suuret vientiyritykset kotiuttavat huomattavan osan vientituloistaan, ja valtaosa kotiutetuista tulosta muutetaan rupliksi juoksevien kulujen ja mm.

verojen maksua varten. Vientihintojen nousu ja 80 % kotiuttamisvaatimus nostivat suurten vientiyritysten valuutan myyntimääriä erityisesti vuoden 2022 alkupuoliskolla. Vientihintojen lasku ja ruplan käytön lisääntyminen heijastuvat myös valuuttamarkkinoille, sillä marras- ja joulukuussa vientiyritysten valuutanmyynti oli vain noin 15 mrd. dollaria kuukaudessa, eli neljänneksen pienempää kuin alkuvuonna¹⁰.

Moni suuri toimija on poistunut valuuttamarkkinoilta, sillä rahoitusmarkkinapakotteet estävät monen suuren pankin osallistumisen länsivaluuttojen kauppaan. Tähän saakka pakotteiden ulkopuolelle jätetty kaasujätti Gazpromin omistama Gazprombank on kuitenkin hoitanut sekä dollari-

⁸ Presidentin ukaasi 05.07.2022: «О репатриации резидентами — участниками внешнеэкономической деятельности иностранной валюты и валюты Российской Федерации»

⁹ RBC: Денежный рынок на Мосбирже остался почти без долларов и евро — РБК (rbc.ru)

¹⁰ Venäjän keskuspankki: Finanssimarkkinakatsaus 11/2022

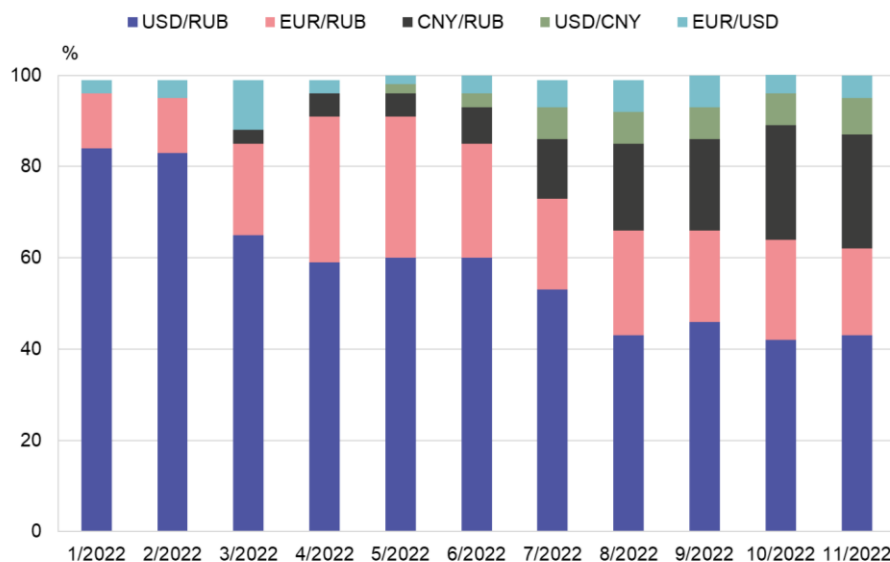
http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43666/ORFR_2022-11.pdf . Tammikuussa 2023 määrä supistui noin 10 mrd. ruplaan.

että euromaksuja¹¹. Lisäksi Venäjällä toimii yhä kymmeniä ulkomaisia pankkeja (näistä suurimpina Reiffeisen ja Unicredit) ja satoja kotimaisia luottalaitoksia, joita pakotteet eivät koske.

Pakotteet ja Venäjän viranomaisten pyrkimykset irtautua dollaripohjaisesta kaupankäynnistä ovat lisänneet erityisesti Kiinan juanin kysyntää Moskovan valuuttamarkkinoilla ja ruplan käyttöä ulkomaankaupan maksuvaluuttana. Siksi länsivaluutan kysyntä on ollut aiempaa pienempää, mikä on osaltaan vahvistanut ruplan valuuttakurssia. Moskovan valuuttamarkkinalla juanilla alettiin käydä kauppaa kesällä 2022 ja vuoden lopulla rupla-juan parin osuus kaupankäynnistä oli noin kolmannes. Lisäksi kaupankäynti monen Euraasian talousliiton maan valuuttaa vastaan kasvoi huomattavasti. Tästä huolimatta yli puolet valuuttakaupan volyymistä on kuitenkin edelleen epäyhtävällisten maiden valuutoissa (lähinnä Yhdysvaltain dollareissa).

Etenkin juanin osuus voi jatkossa kasvaa, sillä Venäjän keskuspankin suorittamat budjettisäännön mukaiset valuuttaoperaatiot tehdään pakotteiden takia yksinomaan juaneissa ja kullassa.

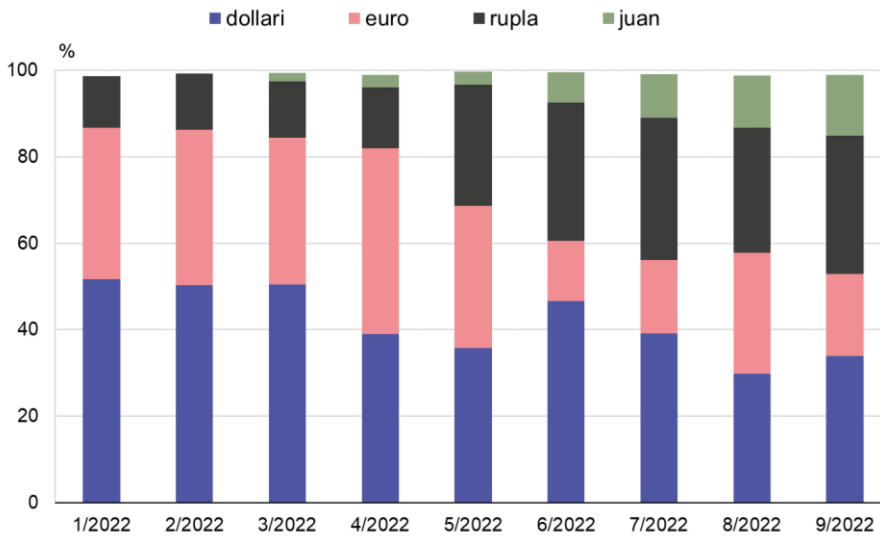
Kuvio 5. Juanin osuus valuuttakaupassa kasvoi selvästi vuonna 2022.



Lähde: Venäjän keskuspankki. Rahoitusvakausraportti 2q-3q 2022.

¹¹ Tammikuun 2023 lopussa Gazprombank joutui luopumaan dollarimaksuista kahden yhdysvaltalaispankin (NY Bank Mellon ja JP Morgan) irtisanottua kirjeenvaihtotilien sopimukset.

Kuvio 6. Yli puolet Venäjän viennin arvosta laskutetaan yhä dollareissa tai euroissa.



Lähde: Venäjän keskuspankki. Rahoitusvakausraportti 2q-3q 2022.

4. Lähivuosien haasteena kasvavat rahoitustarpeet

Länsisijoittajien rajaaminen ulos markkinoilta ja toisaalta epävarmuus mahdollisista uusista pääomaliikkeiden rajoituksista on hidastanut rahoitusmarkkinoiden toipumista maaliskuun shokista. Moskovan pörssissä arvostustasot ovat jääneet alhaisiksi ja kaupankäynnin volyyymi oli loppuvuonna 2022 noin 20–30 % pienempää kuin vuotta aiemmin. Ilman julkisen sektorin tukea ja kohonneiden raaka-ainehintojen tuomaa valuuttavirtaa Venäjän rahoitusmarkkinoiden shokki olisi ollut paljon syvempi ja mustempi.

Silti todellinen testi markkinoiden toiminnalle on vasta edessäpäin. Jatkossa sekä valtion että yritysten rahoitustarpeet kasvavat, mutta rahoitusta tarjoava markkina on aiempaa pienempi, yritykset vähemmän läpinäkyviä ja kansainväliset yhteydet rajoitettuja. Kuluvana vuonna vientituloja on tiedossa viime vuotta vähemmän, mikä tarkoittaa aiempaa suurempaa federaatiobudjetin alijäämää. Valtion velkakirjojen liikkeellelaskut tulevat siksi jatkumaan vilkkaina. Lisäksi suuret energia- ja metallialojen yritykset joutuvat jatkossa korvaamaan suuren osan eurobondeista ja kansainvälisiltä markkinoilta haetuista pankkilainoistaan kotimaisella rahoituksella.

Samaan aikaan talouden omavaraisuusasteen nosto tulee vaatimaan uusia tuotannollisia investointeja. Jotta toivottu talouden rakennemuutos todellakin etenee, rahoitusta on löydettävä aiempaa laajemmalle joukolle yrityksii. Ulkomainen lainanotto on sodan seurauksena kallista, koska potentiaalisia lainanantajia on enää kovin vähän. Myös siirtyminen pois maailman käytetyimmästä valuutasta eli Yhdysvaltain dollarista aiheuttaa rahoitussopimuksiin lisäkustannuksia. Merkittäviä ulkomaisia suoria sijoituksia ei sotaa käyvään maahan juurikaan tule. Siksi uusi rahoitus on löydettävä kotimaasta, mikä voi olla vaikeaa. Vuonna 2022 vientitulojen paisuminen ja tuonin supistuminen kasvattivat yrityssektorin varoja. Vientitulojen kasvun taittuminen voi kiristää rahoitusoloja, mikä kasvattanee valtion ja keskuspankin roolia markkinoilla.

Todellinen kohtalonkysymys onkin, kuinka länsimaisesta rahoitusinfrastruktuurista ja -markkinoista irtautuva rahoitussektori pystyy lähivuosina kanavoimaan ruplia sekä valtion budjetin että yritysten investointisuunnitelmien rahoittamiseen.

- 2019
- No 1 Mariya Hake and Alice Radzyner: Western Balkans: Growing economic ties with Turkey, Russia and China
 - No 2 Iikka Korhonen: Sanctions and counter-sanctions – What are their economic effects in Russia and elsewhere?
 - No 3 Carsten Sprenger and Srdjan Todorović: Corporate Governance of the Largest Russian Banks
 - No 4 Heli Simola: Effects of external shocks on Russian economy
- 2020
- No 1 Laura Solanko: From reforms to stagnation – 20 years of economic policies in Putin's Russia
 - No 2 Riikka Nuutilainen and Jouko Rautava: Russia and the slowdown of the Chinese economy
 - No 3 Le Xia: Lessons from China's past banking bailouts
 - No 4 Heli Simola: CO2 emissions embodied in EU-China trade and carbon border tax
 - No 5 Jouko Rautava: Protektionismi ja uudistusvastaisuus estävät Intian nousun keskeiseksi globaaliksi taloustoimijaksi
 - No 6 Heli Simola and Laura Solanko: Domestic and global economic effects of corona containment measures - Russia in international comparison
 - No 7 Heli Simola: Venäjän talous koronan kourissa
 - No 8 Christian Alexander Belabed and Thomas Theobald: Why the Chinese recovery will slow – some lessons from sectoral data
 - No 9 Risto Herrala: Capital controls in an integrated world: A review of recent developments, policies and the academic debate
 - No 10 Vesa Korhonen: Chasing developments in Russia's government budget
 - No 11 Heli Simola: Climate change and the Russian economy
 - No 12 Jinsok Sung: Implications of sectoral sanctions on Russia's gas sector
 - No 13 Yin-Wong Cheung: A Decade of RMB Internationalization
 - No 14 Juuso Kaarevirta, Eeva Kerola, Riikka Nuutilainen, Seija Parviainen ja Laura Solanko: Miten kaukana ilmastotavoitteista ollaan? – kausaus Kiinan energiasektoriin
- 2021
- No 1 Julia Lintunen: An overview of China's regional trade agreements
 - No 2 Heli Simola: The impact of Covid-19 on global value chains
 - No 3 Seija Parviainen: Jiefang-kuorma-autosta Nio-sähköautoon: Kiinan autoteollisuuden pitkä marssi
 - No 4 Juuso Kaarevirta, Eeva Kerola, Riikka Nuutilainen, Seija Parviainen ja Laura Solanko: How far is China from hitting its climate targets? – An overview of China's energy sector
 - No 5 Juuso Kaarevirta and Helinä Laakkonen: China as an international creditor
 - No 6 Heli Simola ja Laura Solanko: Venäjän öljy- ja kaasusektori globaalien energiemarkkinoiden murroksessa
 - No 7 Heli Simola and Laura Solanko: Russia's oil & gas sector in global energy transition
 - No 8 Jamie Barker and Risto Herrala: Assessing the mid-term growth outlook for the Indian economy
 - No 9 Iikka Korhonen: Russia's growth potential post-COVID-19
 - No 10 Heli Simola: CBAM! – Assessing potential costs of the EU carbon border adjustment mechanism for emerging economies
 - No 11 Heli Simola: Long-term challenges to Russian economic policy
 - No 12 Juuso Kaarevirta, Eeva Kerola ja Riikka Nuutilainen: Kiinan kiinteistösektorin kriisiytymisen vaikutuksista Kiinan talouteen ja euroalueelle
 - No 13 Juuso Kaarevirta, Eeva Kerola and Riikka Nuutilainen: China's real estate sector and the impacts of its possible disorder on Chinese economy and the euro area
- 2022
- No 1 Vesa Korhonen: Russia's government budget swings around elections and recessions
 - No 2 Iikka Korhonen and Heli Simola: How important are Russia's external economic links?
 - No 3 Heli Simola: Made in Russia? Assessing Russia's potential for import substitution
 - No 4 Heli Simola: Trade sanctions and Russian production
 - No 5 Heli Simola: Russian foreign trade after four months of war in Ukraine
 - No 6 Aino Röyskö and Heli Simola: Russia's technology imports from East Asia
 - No 7 Heli Simola: Can Russia reorient its trade and financial flows?
- 2023
- No 1 Lauri Heinonen and Iikka Korhonen: The effects of the war on the Ukraine economy: The situation at the end of 2022
 - No 2 Heli Simola: Venäjän öljy- ja kaasutulot ovat supistumassa jyrkästi tänä vuonna
 - No 3 Laura Solanko: Sotavuosi runteli Venäjän rahoitusmarkkinoita